

【国投期货|能源评论】沥青系列报告之（一）：供应专题

原创 王盈敏 国投期货研究院 2025年04月18日 17:10 北京

今年1-3月山东地区沥青产量合计145万吨，同比减少33万吨（-18%），华南是唯一录得同比增长的地区，该地区1-3月产量同比增长48万吨（+55%），主要因为京博海南自2024年11月以来沥青月均产量在20万吨左右，相较于2024年1-10月的0.8-5.8万吨/月这一水平大幅增长。4月以来，因油价快速下跌导致沥青生产利润明显改善，个别炼厂开工复产沥青或阶段性提高沥青开工负荷，但今年检修规模高于2024年且4-6月是检修高峰期，4月国内沥青计划排产229万吨，环比下降9.7万吨。

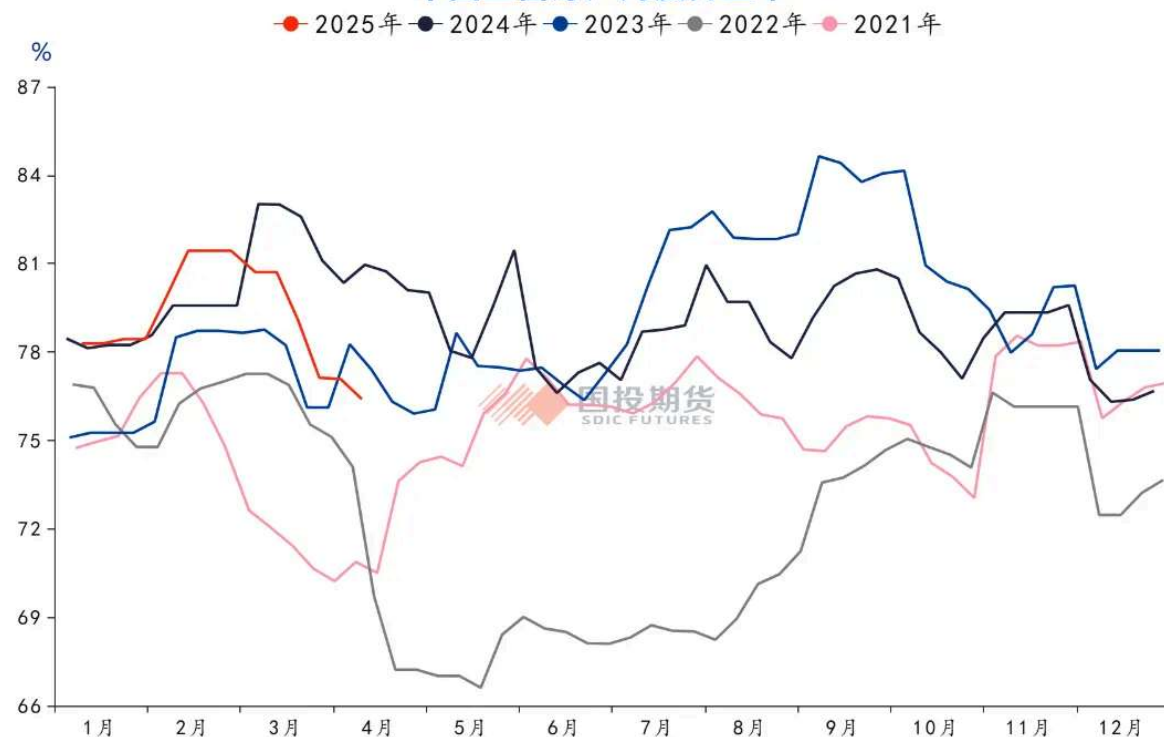
表：国内 1-3 月沥青产量——分地区

地区	2025 年 1-3 月	2024 年 1-3 月	同比（万吨）	同比变化
东北	43.6	58.0	-14.4	-25%
华北	80.8	100.2	-19.3	-19%
华东	123.6	143.1	-19.5	-14%
华南	133.8	86.2	47.6	55%
华中	13.8	21.6	-7.8	-36%
山东	144.8	177.6	-32.8	-18%
西北	28.9	31.1	-2.1	-7%
西南	24.1	20.1	4.1	20%

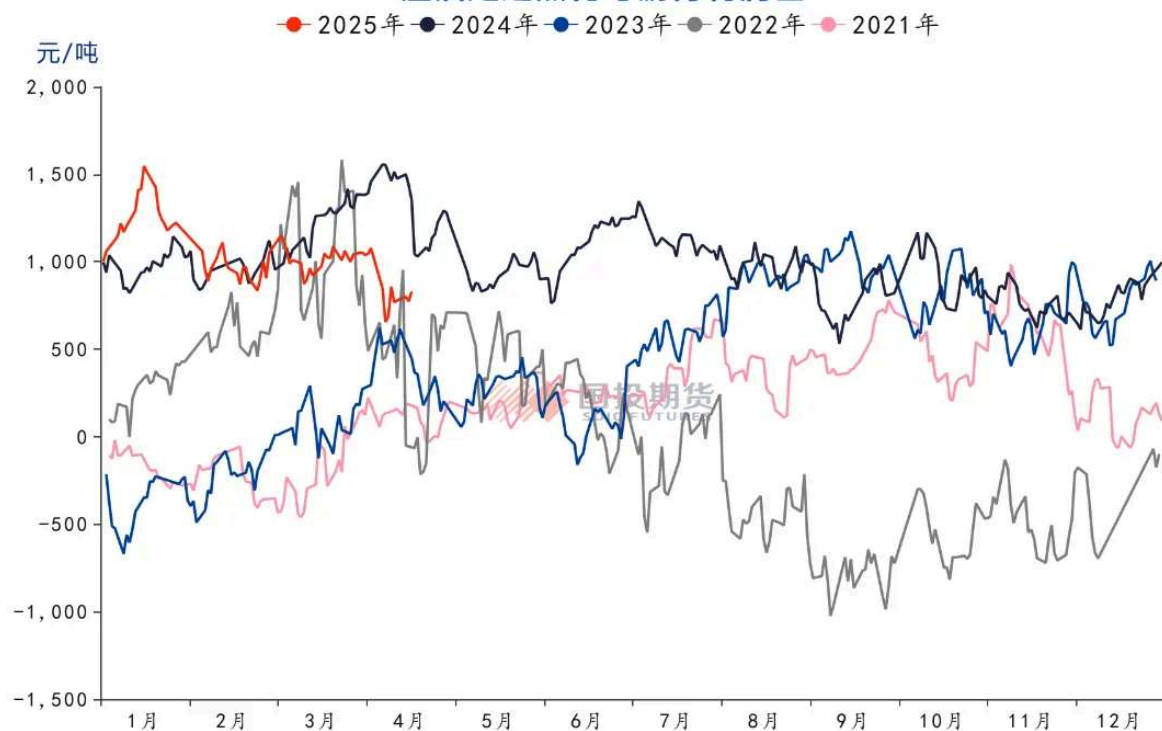
数据来源：卓创，国投期货

主营方面沥青供应关注主要有两点：其一，今年主营炼厂炼油利润表现欠佳，炼厂开工意愿受到打压，据炼厂检修计划来看，2025年炼厂检修规模大于2024年且检修高峰集中在4-6月，检修规模扩大预期将压制主营炼厂整体开工率，沥青作为综合炼厂的副产品其供应自然受到整体检修损失的影响；其二是综合型炼厂（含焦化装置）考虑整体炼油利益：从生产流程来讲，炼厂根据利润情况可在沥青、焦化、燃料油三种路线中选择，即当沥青利润好时，炼厂排产沥青的产量就高；而当沥青利润不如焦化路线或者燃料油路线时，炼厂就转产焦化料或燃料油。今年一季度因延迟焦化利润较沥青利润高出很多，炼厂转产渣油对沥青供应形成分流，后来随着延迟焦化利润回落而沥青利润迎来修复，炼厂从渣油转产沥青的动力增强。值得注意的是，近些年中国石油焦进口依存度在30%以上且第一大进口来源国为美国（2024年我国自美国进口石油焦占比29%），据海关总署2024年数据显示，在自美国进口的商品中，能源类产品按金额排序，石油焦在煤炭、原油、液化天然气、丙丁烷之后，居第五位。我国对美商品反制关税自4月10日开始实施（4月10日12时之前货物已从启动地启动，并于5月13日24时前进口的，不加征关税），反制关税无疑将导致国内企业进口美国石油焦的成本增加，此前依赖美国石油焦的企业或将转向国内资源或寻找其他可替代进口货源，市场预期国内石油焦供需关系或有所改善进而对石油焦价格形成提振。**延迟焦化装置是唯一产出石油焦的装置，后续建议关注美国石油焦进口量的下滑对国内石油焦供应是否有明显提振，若如此，延迟焦化开工率提升将对沥青供应形成分流。**

中国主营炼厂周度开工率



渣油延迟焦化与沥青利润差



地炼 方面主要关注点在于原料供应问题。为规避美国制裁、关税等措施对能源影响，炼厂采取抢进口的方式保证中期原料供应的保障，3月山东及周边主港到港并卸货地炼及贸易商进口原料合计1213万吨，这一水平创23年7月以来新高，其中96.6%是以“原油”报关进口，原油进口录得1172万吨，环比上涨375万吨（+47%），稀释沥青仅有22万吨（环比下降5.5万吨即20%）、燃料油仅19万吨。可见，关于燃料油、稀释沥青等非配额原料进口环节消费税抵扣下调的影响仍在继续扩大。回顾2021年6月，政府出台对稀释沥青视同燃料油征收进口消费税的政策，该政策提高了进口税费成本，但值得注意的是彼时征收进口消费税后稀释沥青贴水报价较未缴纳消费税的稀释沥青贴水报价大幅下滑7美元/桶甚至更多，抵消了消费税带来的成本负担。今时不同往日，稀释沥青升贴水自2024年下半年以来持续走强至今年4月-5.5美元/桶的高位。税

费监管趋严叠加贴水高位下，加工稀释沥青亏损。截至4月14日当周，山东独立炼厂原油到港量294万吨，环比增加164万吨，涨幅为126.75%，到港原油以中质原油为主，无稀释沥青到港。截至目前，稀释沥青港口库存仅14万吨，处于历史同期绝对低位。目前来看，此前以稀释沥青为加工原料的这部分产量仍不能复产。

关于未来稀释沥青贴水，市场预期雪佛龙撤出在委内开展石油业务后贴水或下行。此前我们在3月报告中提示“考虑到油价预期走低以及全球仍处重油偏紧格局，稀释沥青贴水下行空间或有限”。长期来看，油价与贴水走势负相关故在今年油价承压大背景下，稀释沥青贴水难有大幅下滑。2025年以来，美国对伊朗、俄罗斯、委内瑞拉等重油生产国的制裁趋严，全球重油偏紧格局延续。稀释沥青贴水报价自年初-10美元/桶逐渐升至目前-5.5美元/桶，5月稀释沥青贴水报价在-5.5美元/桶，5月均值环比上升0.25美元/桶。

表：稀释沥青贴水报价

年月	贴水报价单位：美元/桶
2025 年 1 月	上旬： -10 中下旬： -9~-8
2025 年 2 月	-7
2025 年 3 月	中上旬： -6.5 3 月底： -6
2025 年 4 月	中上旬:-5.5 4 月底： -6
2025 年 5 月	-5.5

数据来源：金联创，国投期货

委内瑞拉原油生产及出口工序中需要使用凝析油（一种轻烃液体燃料）作为稀释剂（稀释剂用于与委内瑞拉的重质原油混合以改善其流动性和加工性能），然而委内缺乏自主生产稀释剂能力故需依赖进口，2019年美国全面制裁委内瑞拉石油行业，禁止对委出口稀释剂（凝析油），导致委内瑞拉重质原油加工和出口骤降，制裁期间，委内主要从伊朗、俄罗斯进口，后来拜登政府放宽制裁，雪佛龙恢复向委内供应稀释剂。特朗普第二任期以来，美国政府对委内制裁趋严。

表：委内瑞拉稀释剂来源（2019 年以来）

伊朗稀释剂替代阶段（2021 年 9 月-2023 年）	2021 年 9 月，伊朗与委内签署互换协议，该协议以委内瑞拉的 Merey 原油换取伊朗凝析油； 2022 年，伊朗向委内出口凝析油约 7.3 万桶/日； 2023 年，因债务问题伊朗向委内出口稀释剂降至 4 万桶/日； 2024 年以来因协议分歧导致互换协议陷入停滞，委内瑞拉从雪佛龙等进口稀释剂以弥补
俄罗斯向委内出口稀释剂	俄乌冲突爆发后，俄罗斯加大向委内出口凝析油，成为委内稀释剂关键来源之一
雪佛龙向委内提供（2022 年 5 月至今）	拜登执政期间 2022 年俄乌冲突爆发以来，为缓解全球能源危机，OFAC 实质上放松对委内制裁； 2022 年 11 月，美国政府允许雪佛龙公司恢复在委石油开采业务并允许其进口委石油（包括向委内提供稀释剂）； 2023 年 10 月，美国暂时解除对委内瑞拉制裁； 2024 年 4 月，美国重新恢复对委内石油制裁，但给雪佛龙颁发特别许可证允许其与委内瑞拉进行石油业务贸易； 特朗普第二任期以来 2025 年 2 月 26 日，特朗普宣布撤销雪佛龙许可证，要求雪佛龙在 4 月 3 日前完全撤出委内瑞拉； 2025 年 3 月 24 日，美国政府将雪佛龙的撤资期限延长至 5 月 27 日，允许其处理已签订的合同并继续出口原油至美国。

数据来源：公开资料整理，国投期货

雪佛龙撤资前的窗口期委内瑞拉加大对我国炼厂抢出口原油。长期来看，在现任美国政府对伊朗、委内瑞拉、俄罗斯等重油生产国的制裁均趋严的态势下，委内瑞拉稀释剂供应脆弱性是其原油出口的主要障碍。

国投期货

中级分析师 王盈敏 期货投资咨询号：Z0016785

免责声明

国投期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备期货投资咨询业务资格。

本报告仅供国投期货有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。如接收人并非国投期货的客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测只提供给客户作参考之用。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货或期权的价格、价值可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户不应视本报告为其做出投资决策的唯一因素。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，本公司不对其内容的真实性、合法性、完整性和准确性负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。



长按关注国投期货研究院

